

Verantwoordelijke uitgever : Professor Louis Baeck,
Pro-dekaan van de Faculteit der Economische
en Toegepaste Economische Wetenschappen

De "Leuvense Economische Standpunten" worden opgevat als een vrije wetenschappelijke tribune waarin de stafleden van het Departement Economie en van haar onderzoekseenheid, het Centrum voor Economische Studiën, opiniërende studies en essays publiceren. De opzet bestaat erin om op bevattelijke wijze een reeks van inzichtsverhelderende en beleidsoriënterende economische standpunten te brengen. Onze beweeglijke wereld heeft hieraan wel behoefte.

Dergelijke reeks zal uiteraard verschillende opinies en denkstromingen brengen.

Leuvense Economische Standpunten zullen alleen de visie van de auteur vertolken. Zij kunnen dus niet doorgaan als de visie van een instelling.

Adres voor bestellingen :
Centrum voor Economische Studiën
Van Evenstraat 2B
B — 3000 LEUVEN

Prijs per aflevering : 100 F.
Postcheque : 000-0544830-78

Telefoon : 016 / 28.31.02 — 28.31.11

K.U. Leuven
Centrum voor Economische Studiën
E. Van Evenstraat 2b - B-3000 LEUVEN
Tel. (016) 28.31.02 - 28.31.11
Fax (016) 28.33.61
BTW BE 419.052.173

KATHOLIEKE UNIVERSITEIT TE LEUVEN

DEPARTEMENT ECONOMIE

LEUVENSE ECONOMISCHE STANDPUNTEN

1993/73

DE STERKE FRANK EN DE STAATSSCHULD

Paul DE GRAUWE*

Dit standpunt wordt gepubliceerd naar aanleiding van het emeritaat van
Prof. Dr. L. Baeck, initiatiefnemer en uitgever van de Leuvense Economische Standpunten

oktober 1993

D/1993/2020/21

* Ik ben Filip Abraham, Anton Barten, Lode Berlage, Mark Debroeck, Dirk Heremans, Nico Demeester, Wim Moesen, Paul van Rompuy en Jef Vuchelen dankbaar voor hun kritische opmerkingen.

1. Inleiding

Eén van de belangrijkste argumenten ten voordele van de harde muntpolitiek is dat deze heeft bijgedragen tot een verlaging van de lange termijn rentevoet in België. Deze lagere rentevoet heeft er dan op zijn beurt voor gezorgd dat de schatkist goedkoper kon ontlenen dan anders het geval zou zijn geweest.

De politiek van koppeling van de BF aan de DM lijkt inderdaad tot een lagere lange termijn rentevoet te hebben geleid. Dit wordt geïllustreerd door figuur 1. We observeren dat het rendement op Belgische overheidsobligaties sinds 1990 niet alleen gedaald is maar ook steeds dichterbij het Duitse niveau benadert. In midden 1993 bedroeg het verschil met de Duitse rente minder dan 1 procent. (Sinds augustus is dit verschil echter weer opgeklommen tot meer dan 1 procent).

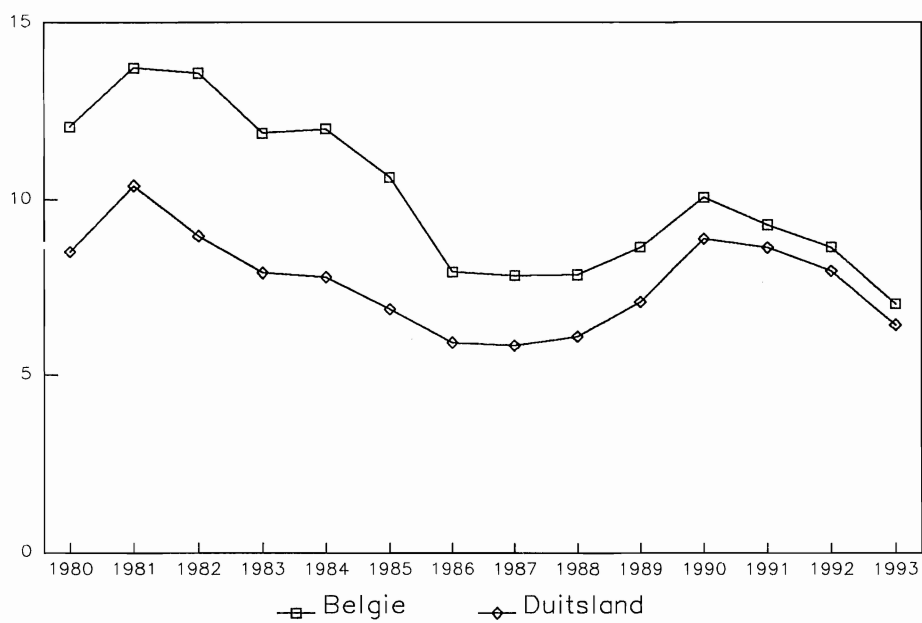
De conclusie is gauw getrokken: het sterke muntbeleid dat sinds 1990 wordt gevoerd heeft ervoor gezorgd dat de rentelasten van de Belgische overheid werden gedrukt. Het loslaten van dit beleid zal daarom de risicopremie op Belgisch overheidspapier vergroten en de schuldenlast van de Belgische overheid die voor driekwart bestaat uit lange termijn schuld, verhogen.

Twijfels over de conclusie dat het harde muntbeleid de lasten van de schuld hebben verminderd verkrijgen we bij de analyse van de schuldratio, d.i. de verhouding overheidsschuld-BBP. Zoals figuur 2 laat zien is deze schuldratio sinds 1990 opnieuw gaan stijgen¹.

Hoe kunnen deze twee observaties, de dalende nominale rente en de stijgende schuldratio, verzoend worden? In dit artikel onderzoeken we dit probleem. Dit leidt tot een evaluatie van het argument dat de harde muntpolitiek goed is geweest voor de Belgische overheidsfinanciën.

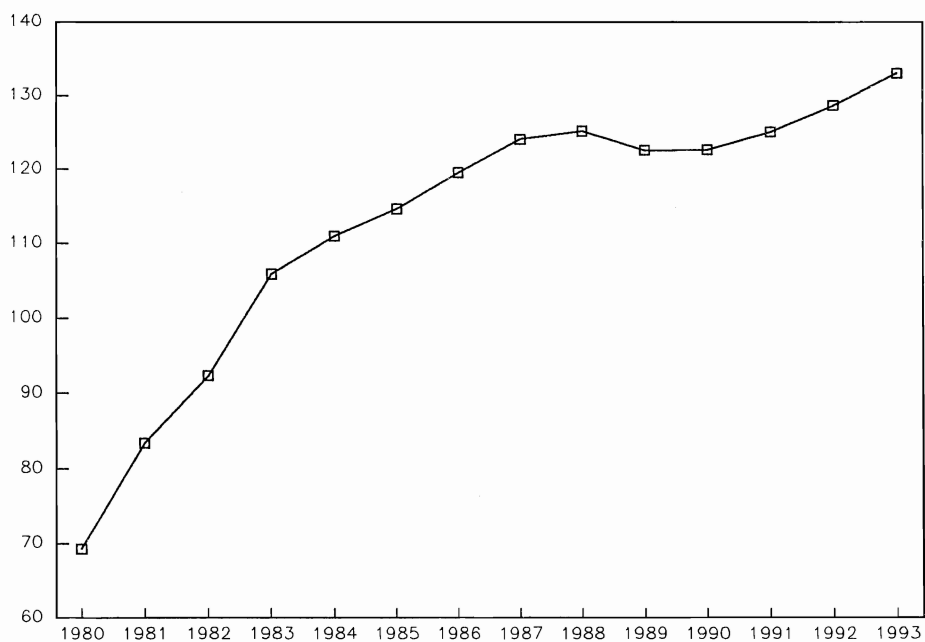
¹ Er kunnen nog andere twijfels geopperd worden. Immers, de andere EMS-munten hebben sinds 1990 een gelijkaardige convergentie van hun nominale rentevoeten gekend als België, zonder dat ze in het kader van een harde muntoptie hun fluctuatiemarges met de DM hebben vernauwd.

Figuur 1 : Rendement overheidsobligaties



Bron : IMF, International Financial Statistics

Figuur 2 : Verhouding overheidsschuld - BBP in België (in %)



Bron : Nationale Bank van België.

2. De sneeuwbal en de harde munt

Om het belang van het muntbeleid op de schuldenlast van de overheid te identificeren gaan we uit van de gekende formule die de evolutie van de schuldratio weergeeft:

$$\dot{b} = (r - y)b - d \quad (1)$$

met b = de verhouding van de overheidsschuld tot het BBP (de schuldratio), r = de nominale rente op de overheidsschuld, y = de nominale groei van het BBP, d = het primair saldo, en $\dot{b} = db/dt$.

Deze formule stelt dat indien $r > y$, de schuldratio in de tijd blijft stijgen, tenzij het primair saldo, d , groot genoeg is om deze "sneeuwbal" te stoppen. De omvang van het primair saldo welke b stabiliseert bekomen we door \dot{b} gelijk te stellen aan 0. We verkrijgen dan²:

$$d^* = (r - y)b \quad (2)$$

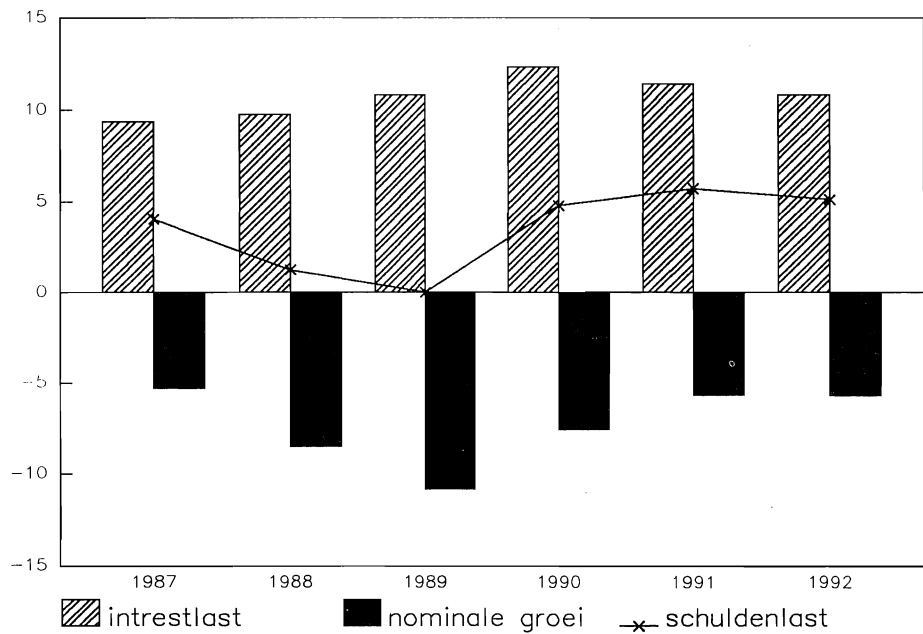
We kunnen d^* nu ook interpreteren als een maatstaf van de last van de schuld die weegt op het budget. Immers, d^* meet de omvang van het primair saldo welke nodig is om de schuldratio te stabiliseren. Stijgt, bij voorbeeld, de rentevoet, dan moet dit saldo ook stijgen. Dit betekent dat de overheid meer belastingen moet heffen of minder uitgaven moet doen. Hetzelfde gebeurt als de nominale groei daalt. Nog anders uitgedrukt, d^* meet de omvang van de middelen die de overheid moet mobiliseren (door belastingverhoging en/of uitgavenvermindering) om de schuldratio te stabiliseren.

Hoe is deze maatstaf van de schuldenlast in de recente periode ontwikkeld? Figuur 3 geeft hier inzicht in. We berekenden d^* gedurende 1987-92 door gebruik te maken van formule (2). (We beschikten niet over alle gegevens voor 1993 zodat dit jaar nog niet in de berekeningen kon opgenomen worden). Dezelfde formule laat ons ook toe na te gaan welke de bijdrage is van de nominale intrestvoet en van de nominale groei in de schuldenlast. We merken, ten eerste, op dat in de jaren negentig de schuldenlast van de overheid beduidend toenam in vergelijking met de voorgaande jaren, en dit ondanks de harde muntpolitiek. Ten tweede laat de grafiek ook zien dat het gunstige effect van de dalende nominale rentelasten sinds 1990 meer dan gecompenseerd werd door het ongunstig effect van de dalende nominale groei.

2 Noteer dat wanneer deze formule wordt toegepast op niet continue tijdreeksen ze geschreven wordt als : $d^* = \left(\frac{r - y}{1 + y} \right) b$

We kunnen dus in elk geval stellen dat de toegenomen schuldenlast gedurende de jaren negentig vooral te wijten is aan een sterke daling van de nominale groei van het BBP. De daling van de nominale rente schoot tekort om dit negatief groei-effect te compenseren.

Figuur 3 : Bijdrage tot schuldenlast van intrest en groei



Bron: Berekend op basis van gegevens Nationale Bank

Welke is de verantwoordelijkheid van de harde muntpolitiek in deze ontwikkelingen? Om hier een antwoord op te formuleren is het nuttig in formule (2) y uit te splitsen in zijn twee componenten, m.n. de inflatie en de reële groei van het BBP. We kunnen daarom vergelijking (2) ook herschrijven als :

$$d^* = (r - p - x)b \quad (3)$$

met p de inflatie, en x de reële groei van het BBP.

Op te merken valt dat $r - p$ geïnterpreteerd kan worden als de reële rentevoet. Deze formule laat ons toe een belangrijk principe te formuleren dat in de discussie over de harde muntpolitiek dikwijls over het hoofd wordt gezien. *Een daling van de nominale rente die gepaard gaat met een even grote daling van de inflatie heeft geen invloed op de last van de overheidsschuld.* Met andere woorden, het is de reële rentevoet die hier belangrijk is en niet de nominale rentevoet. Indien de daling van de nominale rentevoet minder snel gebeurt dan de daling van de inflatie dan stijgt de reële rentevoet en ook de schuldenlast van de staat. De daling van de nominale rentevoet die we observeren sinds 1990 zegt ons nog niets over de evolutie van de schuldenlast.

De voorgaande analyse laat ons toe de effecten van een harde muntpolitiek uit te splitsen in drie delen.

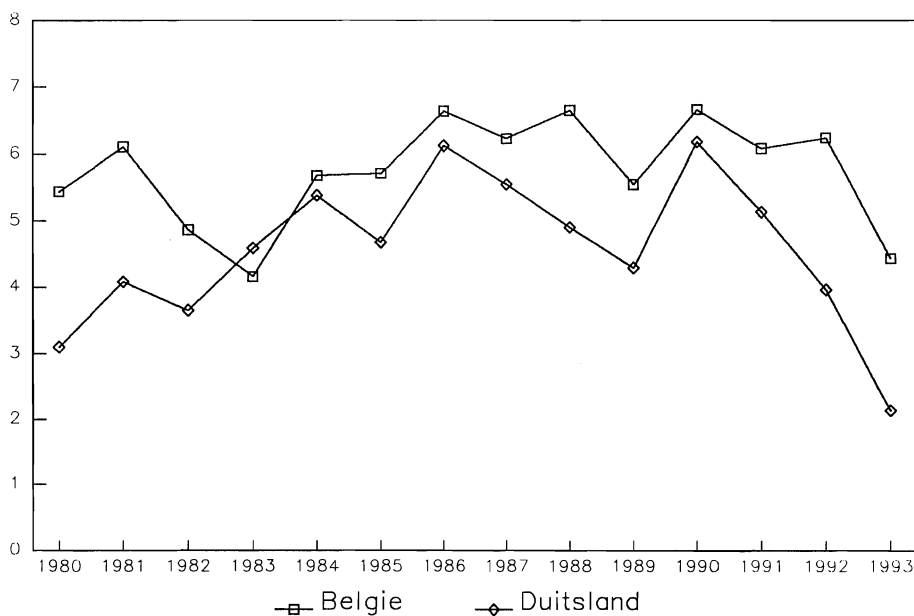
- a. Door een politiek van sterke munt kan de nominale rente (r in formule (3)) laag gehouden worden, omdat zo een politiek de inflatieverwachtingen laag houdt. Langs dit kanaal zorgt dit beleid ervoor dat de schuldenlast wordt gedrukt. Dit is het effect dat door de voorstanders van een harde muntpolitiek wordt benadrukt.
- b. Het harde muntbeleid zorgt er normalerwijze ook voor dat de binnenlandse inflatie (p in formule (3)) laag gehouden wordt. Dit is weliswaar gunstig voor de economie. Een daling van de inflatie leidt echter (voor een gegeven nominale rente) tot een toename van de schuldratio. Het gevolg is dat we a priori niet kunnen stellen dat een harde muntpolitiek de last van de overheidsschuld vermindert. Dit beleid vermindert immers zowel de nominale rente als de inflatie. Nog anders uitgedrukt, het netto-effect van een harde muntpolitiek op de reële rente is ambigu.
- c. Een politiek van sterke munt kan ook een invloed uitoefenen op de reële groei van de economie. Het is echter niet eenduidig vast te stellen in welke richting deze beïnvloeding gaat. We zullen hier zowel de theorie als de empirie moeten aanspreken.

Uit het voorgaande kunnen we alvast stellen dat het effect van de harde muntpolitiek op de schuldenlast van de overheid a priori niet vast te leggen is. Het besluit van velen, dat de politiek van sterke munt de nominale rente heeft gedrukt en dus ook de schuldenlast van de Belgische overheid heeft verminderd, is al te voorbarig. In de volgende secties gaan we empirisch na wat de effecten van de harde muntpolitiek op de reële rente en op de reële groei kunnen geweest zijn.

3. De ontwikkeling van de reële rente in België

Figuur 4 toont de evolutie van de lange termijn reële rentevoet in België en in Duitsland sinds 1980³. Het meest opvallende verschil met figuur 1, die de ontwikkeling van de nominale rentevoet toonde, is dubbel. Ten eerste is er geen duidelijke neerwaartse trend in de reële rente in België. Weliswaar is deze in 1993 gedaald. Toch was de reële rente in 1993 op ongeveer hetzelfde niveau als in de periode 1982-83. Noteer dat de reële rente het laagste was in de jaren onmiddellijk volgende op de devaluatie van 1982.

Figuur 4 : Reële lange termijn rentevoet in België en Duitsland



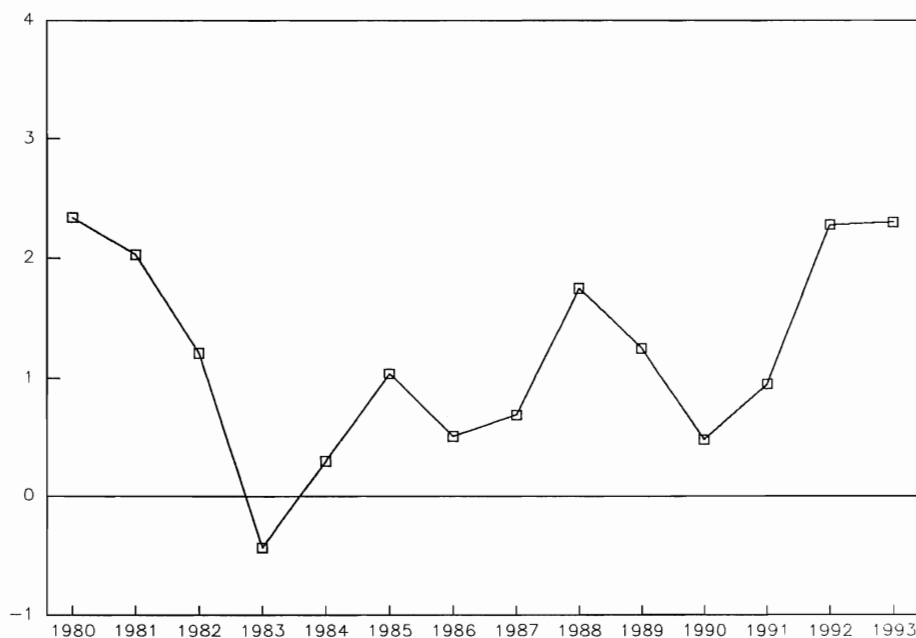
Bron: IMF, International Financial Statistics.
1993 heeft betrekking op augustus (bron : The Morgan Bank).

Ten tweede, is er ook geen vernauwing van de marge te bespeuren tussen de Belgische en de Duitse lange termijn reële rente. De laatste jaren schijnt zelfs het tegendeel het geval te zijn. Dit wordt in figuur 5 geïllustreerd. We merken op dat sinds het begin van de jaren negentig dit reëel renteverskil tussen België en Duitsland toeneemt.

³ Er stellen zich allerlei problemen met de berekening van reële rentevoeten. Hier gebruiken we een *ex post* concept. D.w.z. dat we de *geobserveerde* inflatie aftrekken van de nominale rentevoet. Dit is hier het geëigende concept, vermits we een inzicht willen verwerven in de last van de schuld.

Merkwaardig genoeg was dit ook het geval in de periode vóór de devaluatie van de BF in 1982, toen eveneens een beleid van sterke munt werd gevoerd. Dit zou er kunnen op wijzen dat de politieken van sterke munt die zowel in de periode vóór 1982 als gedurende 1990-93 werden gevoerd, niet honderd percent geloofwaardig waren, zodat een reële risicopremie moest betaald worden.

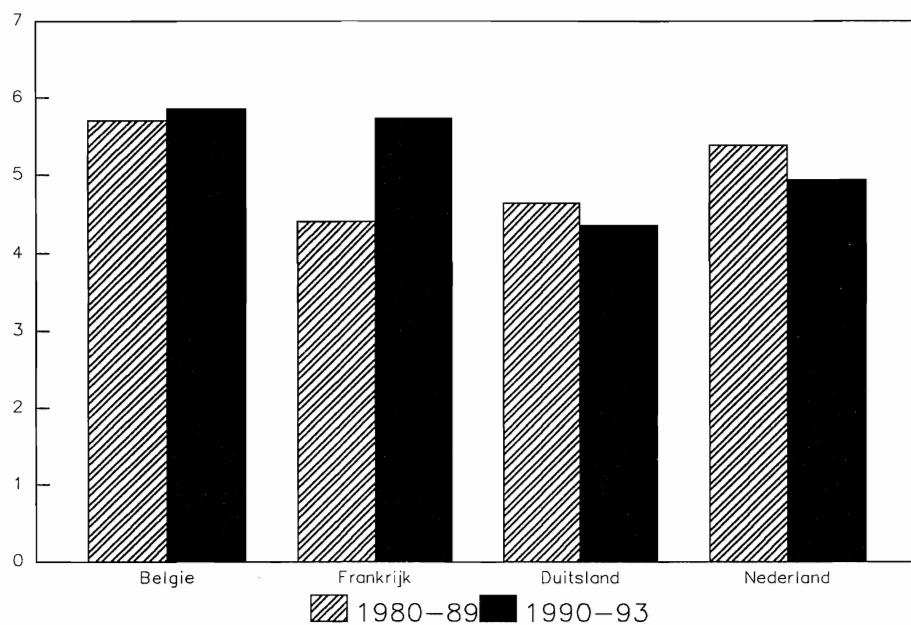
Figuur 5 : Verschil reële lange termijn rentevoet tussen België en Duitsland



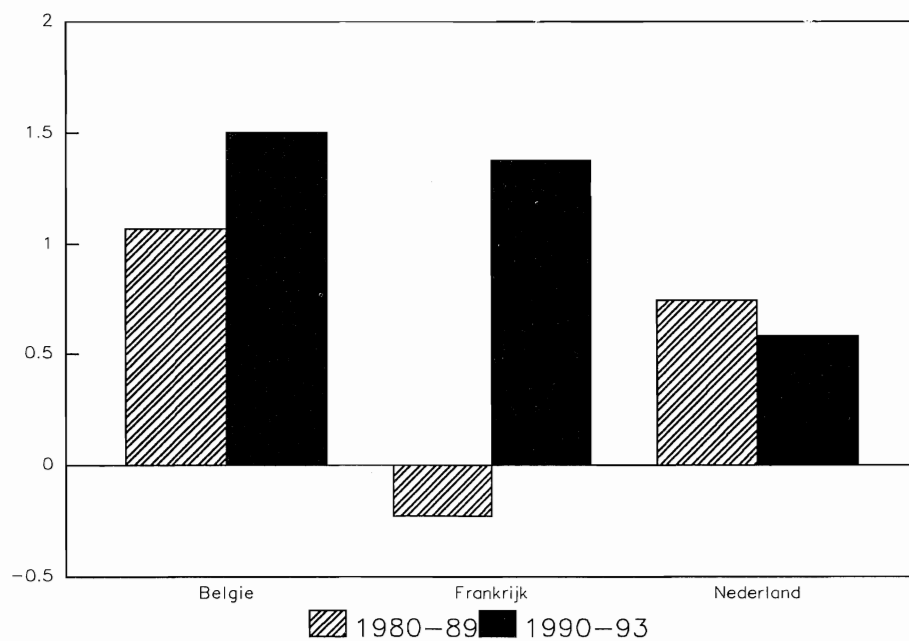
Bron: zie fig 4.

Het kan ook interessant zijn de Belgische ervaring te vergelijken met deze van enkele andere landen die een gelijkaardige politiek van sterke munt hebben gevolgd. We tonen de resultaten in figuren 6 en 7.

Figuur 6 : Reële rentevoet (lange termijn)



Figuur 7 : Reële rentevoet (lange termijn) : verschil met Duitsland



Bron : zie figuur 4.

Het valt op dat in België en Frankrijk de reële rentevoet gemiddeld hoger was in de jaren negentig dan in de jaren tachtig (zie fig. 6). Het verschil is bijzonder groot voor Frankrijk, een land dat traditioneel relatief lage reële rentevoeten kende. Het omgekeerde wordt geobserveerd in Duitsland en Nederland. Noteer ook dat de marge tussen de Belgische en de Franse reële rente enerzijds en de Duitse anderzijds in de jaren negentig hoger was dan in de jaren tachtig (zie figuur 7). Dit was niet het geval in Nederland. Dit laatste wijst erop dat de geloofwaardigheid van het Nederlandse beleid van sterke munt steviger was dan deze van België en Frankrijk.

Uit deze analyse van de reële rente kunnen we alvast besluiten dat de Belgische politiek van harde munt er niet in geslaagd is de reële rente te drukken. Dit betekent ook dat dit beleid niet heeft bijgedragen tot een vermindering van de last van de overheidsschuld. Tenzij dit beleid de reële groei zou gestimuleerd hebben. Op deze vraag gaan we in de volgende sectie in.

4. De harde munt en de economische activiteit

In deze sectie onderzoeken we eerst wat de economische theorie leert over het effect van een harde muntpolitiek op de economische activiteit. Nadien bestuderen we het empirisch materiaal.

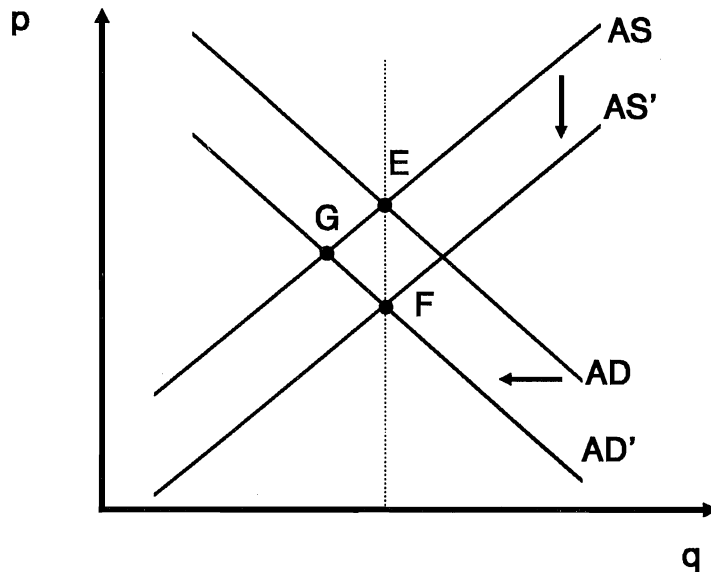
4.1. De theorie

Bij het analyseren van de theorie is het nuttig eerst uit te gaan van een macro-economisch model met perfecte loon- en prijsflexibiliteit⁴. We stellen zo een model voor in figuur 8. Op de verticale as wordt de prijs van de binnenlandse produktie weergegeven, op de horizontale as de hoeveelheid produktie. De aggregatieve vraagcurve heeft een negatieve helling, de aanbodcurve een positieve. Een appreciatie van de munt heeft tot gevolg dat de vraagcurve naar links verschuift. Immers, deze appreciatie vermindert de buitenlandse vraag naar de binnenlandse goederen. In dit model met perfect flexibele prijzen en lonen zal deze vraagverschuiving ook de aanbodcurve beïnvloeden. De dalende prijzen veroorzaken een daling van de nominale lonen. Het gevolg is dat de aanbodcurve naar beneden verschuift. Deze verschuiving is van die aard dat het nieuwe evenwichtspunt, F, precies onder het initieel evenwichtspunt ligt. In dit model heeft een appreciatie geen invloed op de produktie. Een appreciatie van, bij voorbeeld, 10 percent leidt tot een daling

⁴ Zie, bij voorbeeld, R. Marston, *Stabilization Policies in Open Economies*, in R. Jones and P. Kenen, *Handbook of International Economics*, II, North Holland, 1985.

van de prijzen en de lonen met 10 percent. Een harde muntpolitiek heeft geen invloed op de economische activiteit en op de economische groei.

Figuur 8 : De effecten van een appreciatie van de munt



Reële effecten van een appreciatie ontstaan indien we afwijken van de hypothese van perfect flexibele lonen en prijzen. Veronderstel, bij voorbeeld, dat de nominale lonen rigide zijn naar beneden toe. In dat geval zal de verschuiving van de aanbodcurve niet optreden. Het nieuwe evenwichtspunt, na de appreciatie, situeert zich nu in G . De appreciatie leidt hier tot een daling van de produktie. Noteer ook dat in punt G het reële loon is gestegen. Immers, de prijzen zijn gedaald terwijl het nominale loon constant is gebleven. Nog anders uitgedrukt, in punt G heeft de economie aan competitiviteit ingeboet. We spreken van een reële appreciatie van de munt.

In een meer realistische visie kan gesteld worden dat het punt G een korte termijn effect weergeeft van een appreciatie van de munt. Na verloop van tijd zullen de lonen zich wel aanpassen, zodat op langere termijn de economie naar het punt F evolueert.

Vele andere hypothesen over rigiditeiten kunnen ingevoerd worden. Deze zullen meestal tot de conclusie leiden dat een harde muntpolitiek op korte termijn waarschijnlijk wel tot een verlies aan productie leidt. Op langere termijn is dit al veel minder duidelijk. Ook moet gesteld worden dat de oorzaak van de appreciatie belangrijk is. Een appreciatie van de munt kan er komen omdat het land vooraf een minder snelle toename kende van het binnenlandse loonniveau, of omdat de arbeidsproductiviteit toenam. De appreciatie van de munt is dan een correctie voor deze ontwikkelingen. Ze zal dan meestal niet gepaard gaan met een daling van de productie.

4.2. Empirische analyse

Volgens de theorie ontwikkeld in de vorige sectie, beïnvloedt de harde muntpolitiek de economische activiteit doordat ze kan leiden tot een (tijdelijke) verslechtering van de competitieve positie van het land. Is dit in België in de jaren negentig gebeurd?

Tabel 1 geeft informatie over de evolutie van de competitiviteit van de Belgische industrie gedurende 1990-93. De competitiviteitsmaatstaf die we hier hanteren is deze die door de Centrale Raad voor het Bedrijfsleven werd ontwikkeld in het kader van de wetgeving over de concurrentiekracht. Deze geeft de ontwikkeling weer van de loonkost per tewerkgestelde in de Belgische verwerkende nijverheid in vergelijking met de belangrijkste handelspartners, uitgedrukt in gemeenschappelijke munt⁵. We zien dat de loonkosten van de Belgische industrie met 8 respectievelijk 9 percent zijn toegenomen tegenover onze vijf (resp. zeven) belangrijkste handelspartners gedurende de jaren negentig.

Deze verslechtering van de competitieve positie kan nu uitgesplitst worden in een loongroei-effect en een wisselkoerseffect. Het loongroei-effect geeft weer in welke mate de loonkosten in België sneller stegen dan de loonkosten van onze handelspartners uitgedrukt in hun nationale munten. Uit tabel 1 observeren we dat gedurende de jaren

⁵ Er bestaan alternatieve maatstaven van competitiviteit. Een veel gebruikte is de loonkost per eenheid produkt. Deze houdt rekening met verschillen in produktiviteitsontwikkelingen tussen landen. Wanneer we deze maatstaf gebruiken is de negatieve ontwikkeling van de competitiviteit in België minder uitgesproken. De reden is dat België een snellere produktiviteitsgroei kende dan de vijf, resp. zeven handelspartners. Deze maatstaf lijkt ons echter niet aangewezen. Immers, de sterkere produktiviteitsstijging in de Belgische industrie in vergelijking met de buitenlandse is in grote mate te wijten aan de sterker stijgende loonkosten. Deze leiden tot een uitstoot van de minder produktieve arbeidskrachten (en dus werkloosheid). Statistisch vertaalt dit fenomeen zich in een stijging van de gemiddelde arbeidsproductiviteit. Voor een meting van dit effect, zie F. Abraham, *Internationale Concurrentiekracht en werkgelegenheid*, mimeo, 1993.

negentig de loonkosten in België 1% à 2% sneller toenamen dan de loonkosten bij onze handelspartners gemeten in hun nationale munten. Het wisselkoerseffect meet de mate waarin de BF gemiddeld in waarde steeg tegenover de munten van onze handelspartners. We observeren dat de BF gemiddeld met 6 à 7 % apprecieerde tegenover de munten van onze belangrijkste handelspartners.

Uit het voorgaande besluiten we dat de verslechtering van de Belgische competitiviteit gedurende de jaren negentig vooral voortvloeit uit de gemiddelde stijging van de koers van de BF, en veel minder te wijten is aan een uiteenlopende ontwikkeling van de Belgische en de buitenlandse loonkosten. De Belgische loonkosten groeiden immers ongeveer aan hetzelfde ritme als de loonkosten (in nationale munten) van onze handelspartners. In die zin kan gesteld worden dat de verslechtering van de competitieve positie in de jaren negentig vooral het gevolg is geweest van de politiek van sterke munt die de koers van de BF gemiddeld heeft doen stijgen.

Tabel 1 : Ontwikkeling van de competitiviteit van de Belgische industrie gedurende 1990-93 (basisjaar = 1989)

België tegenover vijf EG-landen	
relatieve loonkost in gemeenschappelijke munt	+ 8,1%
relatieve loonkost in nationale munt	+ 1,2%
appreciatie van de BF	+ 6,8%
België tegenover vijf EG-landen + Japan + V.S.	
relatieve loonkost in gemeenschappelijke munt	+ 9,0%
relatieve loonkost in nationale munt	+ 2,2%
appreciatie van de BF	+ 6,6%

Bron : Nationale Bank van België, Economische Indicatoren voor België

Tegenover deze interpretatie kan men natuurlijk de thesis van de Nationale Bank verdedigen die stelt dat, gegeven het feit dat de BF apprecieerde, de lonen in België aan een trager ritme dan bij onze handelspartners hadden moeten stijgen. In deze interpretatie zijn het de lonen die te snel gestegen zijn in de context van de harde

muntpolitiek van de Nationale Bank. Indien deze interpretatie aangehouden wordt is het moeilijk te begrijpen waarom de gouverneur van de Nationale Bank vóór de loonakkoorden van 1992 verklaarde dat er ruimte was voor reële loonstijgingen, terwijl het harde muntbeleid op dat ogenblik reële loondalingen noodzakelijk maakte. Het minste wat kan gesteld worden is dat de Nationale Bank verkeerde signalen gaf aan de loononderhandelaars.

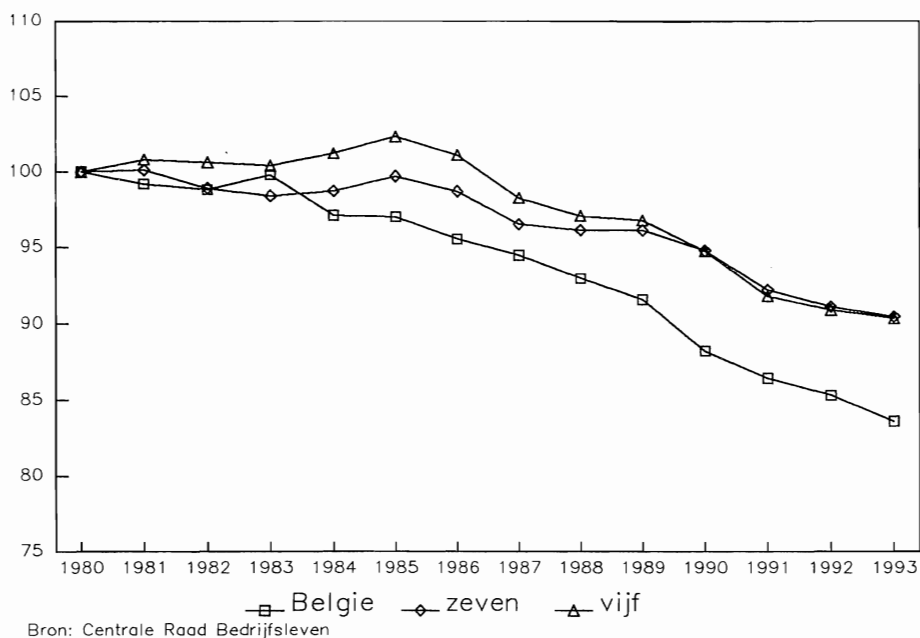
Welke interpretatie men ook verkiest, het staat vast dat het muntbeleid en de loonontwikkelingen inconsistent waren gedurende de jaren negentig, zodat de competitiviteit van de Belgische industrie achteruit ging. De vraag is dan welke de effecten zijn geweest van deze verslechterde competitiviteit op export, produktie en tewerkstelling? Deze vraag is zeer moeilijk precies te beantwoorden. Immers, sinds 1990 is er niet alleen een verslechtering van de competitieve positie van België. Er is ook de economische crisis in Europa die een negatieve invloed heeft uitgeoefend op de economische activiteit. Deze economische crisis is zonder twijfel van groter belang geweest in de verklaring van de dalende economische groei dan het harde muntbeleid. Toch bestaat er enig bewijsmateriaal dat dit beleid ook heeft bijgedragen tot deze negatieve ontwikkeling.

Er is in eerste instantie de ongunstige ontwikkeling van de marktaandelen van de Belgische verwerkende nijverheid. Dit wordt geïllustreerd door figuur 9. Deze figuur toont de index van marktaandelen van de Belgische verwerkende nijverheid en van de vijf, resp. de zeven belangrijkste handelspartners van België. We zien hoe vanaf het midden van de jaren tachtig de Belgische marktaandelen sneller dalen dan deze van onze handelspartners. Dit proces versnelt zelfs in de jaren negentig. Deze snellere daling van de Belgische marktaandelen kan natuurlijk ook aan andere factoren te wijten zijn. Het is echter redelijk aan te nemen dat de reële appreciatie van de BF er iets mee te maken heeft.

Er bestaan nog andere aanwijzingen die in dezelfde richting wijzen. In een recente studie toont Abraham aan dat de tewerkstelling in de Belgische industrie sinds 1985 sneller is achteruit gegaan dan bij onze belangrijkste handelspartners. Deze relatieve verslechtering van de tewerkstellingsevolutie in België is in de jaren negentig nog toegenomen⁶.

⁶ Zie F. Abraham, *op. cit.*, 1993.

Figuur 9 : Marktaandelen industrie België en handelspartners



De voorgaande analyse is natuurlijk slechts illustratief: een meer doorgedreven econometrische analyse dringt zich op. Toch durven we hier besluiten dat de politiek van sterke munt een bijkomende negatieve invloed kan hebben uitgeoefend op de economische activiteit, en op die manier ook op de staatsbegroting. Dit leidt ook tot het besluit dat, in tegenstelling met wat hierover dikwijls wordt beweerd, de harde muntpolitiek de last van de schuld niet heeft verlicht.

5. De harde munt en de lopende rekening

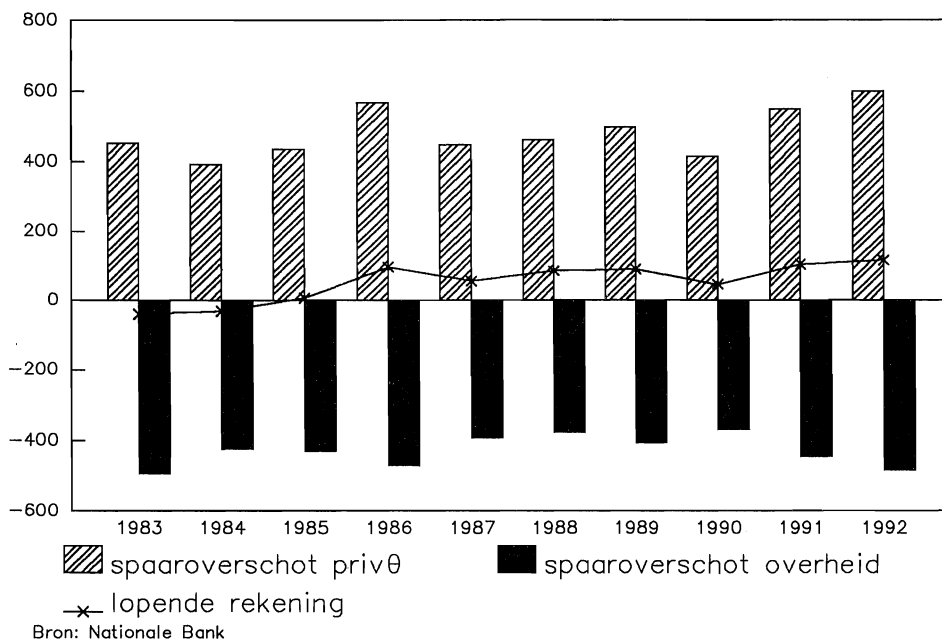
In de vorige sectie werd betoogd dat de appreciatie van de BF gedurende de jaren negentig heeft bijgedragen tot een verlies aan competitiviteit van de Belgische industrie. Gedurende de jaren negentig deed zich echter een ander merkwaardig fenomeen voor. De lopende rekening van de betalingsbalans kende relatief grote overschotten. Zijn deze grote overschotten te rijmen met het verlies aan competitiviteit gedurende dezelfde periode? Betekenen deze overschotten niet dat we ons eigenlijk geen zorgen hoeven te maken om de appreciatie van de BF ?

Om de evolutie van de lopende rekening te kunnen begrijpen is het belangrijk in herinnering te brengen dat de lopende rekening de resultante is van een binnenlands spaaroverschot of -tekort. We kunnen immers de welgekende relatie schrijven:

$$LR = (S - I) + (T - G)$$

waarbij LR = het overschot op de lopende rekening, (S-I) = het spaaroverschot van de privé sector, en (T-G) = het spaaroverschot van de overheidssector.

Figuur 10 : Lopende rekening, spaaroverschot van privé en overheidssector in miljarden F



In figuur 10 tonen we de evolutie van de lopende rekening en van de spaaroverschotten van de privé en publieke sector. We merken op dat het overschot van de lopende rekening toenam gedurende de jaren negentig. Deze toename is de resultante van een spaaroverschot van de privé sector dat sneller steeg dan de overheidstekorten. Deze stijging van het spaaroverschot van de privé sector wordt op zijn beurt verklaard door twee fenomenen. Ten eerste stegen de besparingen van de particulieren met meer dan 250 miljard. In percent van het BBP klom het particulier sparen van 16,5 % in 1990 tot 19 % in

1992⁷. Ten tweede, stagneerde de bruto kapitaalvorming in de verwerkende nijverheid gedurende 1990-92. In 1993 daalde deze zelfs met meer dan 20 percent. Over de periode 1990-1993 daalde de bruto kapitaalvorming (in de hele economie) van 20,2 % van het BBP tot 19,1%.

Over de oorsprong van deze stijging van het spaaroverschot van de privé sector kan weinig twijfel bestaan. De recessie die sinds 1991 woedt, heeft geleid tot een achteruitgang van de investeringen, en tot een sterke toename van het voorzorgssparen. Deze effecten van de recessie zijn waarschijnlijk belangrijk genoeg geweest om de negatieve gevolgen van de reële appreciatie van de BF op de lopende rekening te compenseren.

6. Besluit : De geloofwaardigheid van een harde muntpolitiek

In deze bijdrage werd betoogd dat, in tegenstelling met wat meestal wordt beweerd, de politiek van harde munt tot nu toe geen voordelen heeft geboden aan de schatkist. De sterke muntpolitiek heeft niet kunnen beletten dat de reële rentevoeten in België hoog bleven. Er zijn zelfs indicaties dat dit beleid, omdat het niet volledig geloofwaardig was, het reële renteververschil met Duitsland heeft opgetrokken. Bovendien heeft het beleid van de sterke frank zeker niet bijgedragen tot het stimuleren van de economische activiteit. De empirie wijst er eerder op dat dit beleid waarschijnlijk een bijkomende deflatoire impuls heeft gegeven die de overheidsfinanciën niet ten goede zijn gekomen. De oorsprong van deze extra deflatoire impuls ligt in het feit dat de binnenlandse loonontwikkelingen niet overeenstemden met de vereisten van de harde muntpolitiek. Hoe groot deze bijkomende negatieve impuls is geweest kon op basis van de rudimentaire analyse van dit artikel niet uitgemaakt worden, ook omdat het grootste deel van de verslechtering van de economische activiteit veroorzaakt werd door factoren die niets met het Belgische muntbeleid te maken hebben, m.n. de diepe recessie die in Europa heerst.

Een geloofwaardige harde muntpolitiek heeft grote voordelen, ook voor de schatkist. Een dergelijk beleid vermindert immers de risicopremie die de schatkist moet betalen op de overheidsschuld. Er valt dus iets te zeggen voor een politiek die investeert in geloofwaardigheid om de vruchten hiervan op termijn te plukken. De voorstanders van dit beleid kunnen dan terecht stellen dat zelfs indien vandaag de voordelen nog niet duidelijk

⁷ In deze cijfers zijn de besparingen van de ondernemingen niet vervat.

zijn, deze in de toekomst zullen gerealiseerd worden. Dit is inderdaad het sterkste argument om een politiek van sterke munt te blijven doorvoeren.

Het probleem met deze politiek is dat wanneer de geloofwaardigheid verloren is, het aanhouden van dit beleid grote economische kosten kan teweegbrengen. Er zijn in dit verband aanduidingen dat de Belgische economie terechtgekomen is in een situatie die Sargent en Wallace in hun bekend artikel "Some unpleasant monetarist arithmetical" hebben geïdentificeerd⁸. In de context van de open Belgische economie kan dit als volgt vertaald worden. De nominale rentevoet is hoger dan de nominale groei van het BBP. Dit leidt tot een explosieve ontwikkeling van de schuldratio, ook omdat het primair saldo om politieke redenen niet voldoende kan verhoogd worden. Indien nu de Nationale Bank een beleid van harde munt voert dat tot gevolg kan hebben dat de reële rente stijgt en dat bijkomende deflationaire impulsen worden gegenereerd, dan stijgt de last van de schuld. Hierdoor gaat ook de schuldratio nog meer stijgen. Een dergelijke situatie veroorzaakt onvermijdelijk een verlies aan credibiliteit van de harde muntoptie, en moet in de toekomst noodgedwongen leiden tot een versoepeling van het harde muntbeleid. De keuze is dan niet meer of België al dan niet een harde muntpolitiek moet voeren, wel wanneer dit beleid wordt omgebogen.

⁸ Zie T. Sargent en N. Wallace, Some Unpleasant Monetarist Arithmetic, in *Federal Reserve of Minneapolis, Quarterly Review*, 1981, 1-17.

LEUVENSE ECONOMISCHE STANDPUNTEN

- 1976 — 1. Louis BAECK, De inflatoire groeimachine. (uitgeput)
2. Paul DE GRAUWE, Theo PEETERS, De recente inflatie : een structureel of een monetair probleem ? (uitgeput)
- 1977 — 3. Karel TAVERNIER, Krachtlijnen voor een Belgisch stabilisatiebeleid. (uitgeput)
4. Paul DE GRAUWE, Korporatisme en werkloosheid, (uitgeput)
5. Paul VAN ROMPUY, Enkele structurele aspecten van de crisis. (uitgeput)
6. Louis BAECK, Naar een nieuwe groeicyclus met een ander groeipatroon.
- 1978 — 7. Louis BAECK, Politiek verantwoordelijk handelen en socio-economisch optimum. (uitgeput)
8. Paul DE GRAUWE, Bureaukratische controle en het economisch systeem.
9. Paul VAN ROMPUY, Guido DE BRUYNE, De regionalisatie economisch bekeken. (uitgeput)
10. Louis BAECK, De nieuwe internationale economische orde en haar kritische tegenhangers. (uitgeput)
11. Theo PEETERS, Economisch federalisme : lessen uit het buitenland.
12. Dirk HEREMANS, Economische autonomie en economische unie, krachtlijnen voor een duurzame oplossing.
- 1979 — 13. Paul DE GRAUWE, Arbeidsduurvermindering en tewerkstelling.
14. Economisch Federalisme. (uitgeput)
Deel I : Financiële middelen en herverdeling, Paul VAN ROMPUY, Albert VERHEIRSTRAETEN, Regionale Herverdelings- en Financieringsstromen.
Theo PEETERS, Financiële middelenvoorziening voor gemeenschappen en gewesten.
15. Economisch Federalisme.
Deel II : Organisatie en bevoegdheden, Dirk HEREMANS, Verkaveling van bevoegdheden en economische unie.
Vic VAN ROMPUY, Economisch stelsel en verdeling van bevoegdheden.
- 1980 — 16. Guy CLEMER, Karel TAVERNIER : Tewerkstelling en inkomensmatiging in België : een onvermijdelijke keuze.
17. Louis BAECK, Lokomotief strategie : met stoom uit de Eurovalutamarkt. (uitgeput)
18. Michel DOMBRECHT, Theo PEETERS, Sanering van de overheidsfinanciën : gevaarlijk of onvermijdelijk ?
- 1981 — 19. Paul DE GRAUWE, Marcia DE WACHTER, Produktie, tewerkstelling en verdeling. Een neo-liberale benadering.
20. Louis BAECK, De jaren tachtig in perspectief. (uitgeput)
21. Paul VAN ROMPUY, Patrick VAN CAYSEELE, Raming van de geregionaliseerde lopende rekening van de overheid in 1979.

22. Paul DE GRAUWE, Loonkosten, energiekosten en kapitaalkosten. België gedurende 1970-1980. (uitgeput)
 23. Frans SPINNEWYN, Een verzekeringstechnische benadering van de werkloosheidsverzekering.
- 1982 —
24. Louis BAECK, Herstelbeleid, vroeger en nu.
 25. Paul DE GRAUWE, Marc JANSSENS, Aanbodeconomische effecten van de belastingdruk in België.
- 1983 —
26. Paul DE GRAUWE, Guy VERFAILLE, Linkse en rechtse gezondheidsindicatoren van de Belgische Economie.
 27. Louis BAECK, Hoe de crisis ombuigen. (uitgeput)
 28. Paul VAN ROMPUY, Maatschappelijke keuze en economische crisis.
 29. Vic VAN ROMPUY, Erik SCHOKKAERT, Begrotingstekorten, Rentelasten en Openbare schulden in België. Een kijk op half lange termijn.
- 1984 —
30. Dirk HEREMANS, Hans GEEROMS, Marktsector en budgetsector in België. Grenzen aan het overheidsbeslag ?
 31. Paul DE GRAUWE, Guy VERFAILLE, Zijn de rentelasten van de overheidsschuld ondraaglijk geworden ?
- 1985 —
32. Louis BAECK, De wonderbare wereld van de economische paradigma's. (uitgeput)
 33. Paul VAN ROMPUY, Solidariteitsmechanismen in federale staten.
 34. Louis BAECK, De V.S. en de E.G. : vergelijking op lange termijn.
 35. Louis BAECK, Het economisch denken in het Spanje van de 16e en 17e eeuw.
 36. Guido DE BRUYNE, Paul DE GRAUWE, Hervreiding van het werk en makro-economisch evenwicht.
 37. Paul VAN ROMPUY, Arbeidsmarktflexibiliteit en werkloosheid.
- 1987 —
38. Paul DE GRAUWE, Anne FREMAULT, Micro- en macro-economische effectiviteit van de Belgische prijsreglementering.
 39. Louis BAECK, Kentering in de westerse economie.
 40. Johan MORTELMANS, Erik SCHOKKAERT, Lode BERLAGE, Robert VERTONGHEN, De economische wenselijkheid van een snelspoorverbinding door België.
 41. Louis BAECK, De aandelenbeurzen, 1982-87 : het lustrum van de stier.
 42. Lode BERLAGE, Dirk TERWEDUWE, Grondstoffenuitvoer van ontwikkelingslanden : machtsmiddel of struikelblok ?
- 1988 —
43. Louis BAECK, De westerse economie na de krach. (uitgeput)
 44. Filip ABRAHAM, Nationale vakbonden, interprofessionele loonakkoorden en economische politiek.
 45. Paul VAN ROMPUY, m.m.v. Valentijn BILSEN, 10 Jaar financiële stromen tussen de gewesten in België.
 46. Dirk HEREMANS, Bevoegdheidsverdeling en economische autonomie. De staatsvorming in het licht van 1992.
 47. Wim MOESEN, Dirk HEREMANS, Paul VAN ROMPUY, Mark EYSKENS, Bedenkingen bij de nieuwe financieringsvoorstellen voor gewesten en gemeenschappen.

48. Vic VAN ROMPUY, Overheidstekort, overheidsschuld en economische welvaart. Toepassing op België 1947-1988
- 1989 — 49. Lodewijk BERLAGE, België en de schulden van de Afrikaanse lage inkomenslanden.
50. Jacques DREZE, Schuld en coöperatie in de mondiale economie. (uitgeput)
51. Paul DE GRAUWE, Milieuvriendelijke groei : utopie of werkelijkheid ?
- 1990 — 52. Paul VAN ROMPUY, Europese ankerpunten voor het belgisch begrotingsbeleid.
53. Louis BAECK, De jaren '90 : een Europees decennium. (uitgeput)
54. Paul DE GRAUWE, Stef PROOST, Erik SCHOKKAERT, Denise VAN REGEMORTER, Het milieubeleid in Vlaanderen. Een economische visie.
55. Paul DE GRAUWE, Wim VANHAVERBEKE, Competitiviteit, oliecrisis en loonindexering.
56. Wim MOESEN, Begrotingen, beleid en beheer. Over de besparingsvoorstellen, wat ze zijn en wat ze niet zijn.
- 1991 — 57. D. HEREMANS, M. DE BROECK, Overheidsschuld en financiële markten in de branding.
58. Louis BAECK, Bruno VAN ROMPUY, Golfoorlog : geopolitiek, petroleum en islam. (uitgeput)
59. Paul DE GRAUWE, Koen STRAETMANS, Het programma-akkoord in de petroleumsector. Een ondoelmatig systeem van prijzencontrole.
60. Paul DE GRAUWE, Denkoefeningen over de regionalisering van de Belgische overheidsschuld.
- 1992 — 61. Paul DE GRAUWE, Over Franse kolonisatie en Belgische verankering.
62. Stef PROOST, Beleidsvoorstellen voor de broeikasproblematiek.
63. André DECOSTER, Stef PROOST, Erik SCHOKKAERT, Hervorming van indirecte belastingen : winnaars en verliezers.
64. Paul VAN ROMPUY, Kritische bedenkingen bij de regionalisering van de overheidsschuld.
65. Paul DE GRAUWE, Wat doet de nationale bank met ons geld ?
- 1993 — 66. Patrick VAN CAYSEELE, Waarom wij? Of de economische onderbouw van een verankeringsbeleid.
67. Paul DE GRAUWE, Bart VAN DER HERTEN, De legitimering van overheidsmonopolies in het spoorwegvervoer en in de telecommunicatie. Een historische analyse.
68. Paul VAN ROMPUY, Valentijn BILSEN, Regionalisering van de sociale zekerheid.
69. Lodewijk BERLAGE, Wim LAGAE, Afrika, de verwaarloosde debiteur.
70. Mark De Broeck, Dirk Heremans, Vraagtekens bij de overheidsschuld in een federaal België.
71. Wim MOESEN, Paul VAN ROMPUY, De kleine kanten van de grote staatshervorming.
72. Frans SPINNEWYN, De hervorming van de sociale zekerheid micro-economisch belicht.